

# VU Research Portal

## **Zorgplichten bij financiële contracten: is er nog een wezenlijke rol voor het contractenrecht weggelegd?**

Cherednychenko, O.O.

### ***published in***

Contracteren: tijdschrift voor de contractspraktijk  
2007

### ***document version***

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### ***citation for published version (APA)***

Cherednychenko, O. O. (2007). Zorgplichten bij financiële contracten: is er nog een wezenlijke rol voor het contractenrecht weggelegd? *Contracteren: tijdschrift voor de contractspraktijk*, 9(4), 85-89.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

# Artikel

## Zorgplichten bij financiële contracten: is er nog een wezenlijke rol voor het contractenrecht weggelegd?

O.O. Cherednychenko\*

### 1. Inleiding

Contracteren gaat zich tegenwoordig steeds meer afspelen op het snijvlak van publiekrecht en privaatrecht. In veel gevallen moet bij het opstellen van het contract rekening worden gehouden met sectorspecifieke wetgeving die ziet op het onderwerp van de overeenkomst, zoals bijvoorbeeld de milieuwetgeving of privacywetgeving. Bovendien intensificeert de ontwikkeling dat vanuit het publieke recht de totstandkoming en inhoud van de overeenkomst wordt genormeerd. Deze ontwikkeling speelt zich in belangrijke mate af op het gebied van financiële dienstverlening.<sup>1</sup> Uitgebreide verplichtingen waar financiële ondernemingen aan moeten voldoen, staan grotendeels in de toezichtwetgeving. Niet alleen bevat deze wetgeving de verplichtingen van ondernemingen op het punt van de inrichting van de bedrijfsvoering. Ook de zorgplichten van ondernemingen jegens beleggers worden vervat in regels met een publiekrechtelijk karakter. Ze zijn te vinden in de Wet op het financieel toezicht (Wft), het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo) dat een uitwerking is van de Wft en de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (Nrgfo), dat weer een uitwerking is van de Bgfo.<sup>2</sup>

De vraag die in dit verband opkomt, is hoe publiekrechtelijke gedragsregels zich verhouden tot het contractenrecht. Mag in het contractenrecht worden afgeweken van de publiekrechtelijke zorgplichten van financiële ondernemingen of speelt het contractenrecht geen wezenlijke rol bij het bepalen van de inhoud van dergelijke zorgplichten? Mag bijvoorbeeld in het contractenrecht van een financiële onderneming worden verlangd dat ze onderzoek doet naar de draagkracht en doelstellingen van beleggers, terwijl de toezichtwetgeving in een dergelijke zorgplicht niet voorziet? Zoals uit het navolgende zal blijken, komt deze problematiek in het bijzonder naar voren in verband met de implementatie in het Nederlandse recht van de richtlijn markten voor financiële instrumenten 2004/39/EG (*Markets in Financial Instruments Directive of MiFID*) die per 1 november 2007 de thans geldende richtlijn beleggingsdiensten (*Investment Services Directive of ISD*) heeft vervangen.<sup>3</sup> Anders dan de ISD die een beperkte minimum harmonisatie van gedragsregels van beleggingsinstellingen in Europa heeft bewerkstelligd, reikt de MiFID verder en beoogt een groot aantal van de belangrijke gedragsregels van financiële ondernemingen in de EU *volledig* te harmoniseren.<sup>4</sup> Alvorens in te gaan op de rol van het contractenrecht bij het normeren van de totstandkoming en inhoud van financiële contracten in het licht van een *maximum* harmonisatie van gedragsregels onder de MiFID, sta ik stil bij de verhouding tussen publiekrechtelijke gedragsregels van financiële ondernemingen en het contracten-

\* Met dank aan Arno Akkermans, Chris Jansen en de redactieleden van *Contracteren* voor hun waardevolle opmerkingen.

1 Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, *Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002, p. 34; S.B. van Baalen, 'De bijzondere zorgplicht bij financiële contracten', *Contracteren* 2006, nr. 4, p. 74.

2 Deze wetgeving is op 1 januari 2007 in werking getreden en is de opvolger van de Wet toezicht effectenverkeer 1995, het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 en de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 2002 die weer de opvolger is van de Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999. Zie over de Wft, C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht: Regelgeving voor uitgevende instellingen, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2007.

3 De MiFID is geïmplementeerd in de Wft en Bgfo. De wijzigingen in deze wetgeving zijn per 1 november 2007 in werking getreden. Zie ook het voorstel van de Wet tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter implementatie van richtlijn markten voor financiële instrumenten van 25 juni 2006 met wijzigingen van 29 september 2007.

4 Zie over de MiFID en haar implementatie in het Nederlandse recht R.W. van Helden, 'De MiFID en haar implementatie in de Nederlandse wetgeving', *Vennootschap & Onderneming* 2007, nr. 7/8, p. 135.

recht in het algemeen en de rol van het contractenrecht onder de ISD in het bijzonder.

## 2. De verhouding tussen publiekrechtelijke gedragsregels en het contractenrecht

Allereerst moet worden opgemerkt dat de ontwikkeling van de juridische eisen die gelden bij het aanbieden van financiële producten is begonnen in het privaatrecht op basis van open normen, zoals maatschappelijke zorgvuldigheid, redelijkheid en billijkheid of de zorg van een goed opdrachtnemer ex artikel 7:401 BW. Naar aanleiding van de ISD zijn veel van de privaatrechtelijke zorgplichten in de laatste decennia in een publiekrechtelijk kader geplaatst en onderworpen aan toezicht, met mogelijke sancties als het opleggen van een bestuurlijke boete en het intrekken van een vergunning. De hoofdregel, die tegenwoordig in verschillende financiële toezichtwetten voorkomt, is dat handelingen met betrekking tot financiële instrumenten zijn toegestaan mits de noodzakelijke informatie verstrekt en zorgvuldigheid in acht genomen wordt. Deze hoofdregel is, in de woorden van Grundmann-van de Kroll,

*‘als het ware een in publiekrechtelijke jas gestoken regel uit het privaatrecht dat partijen dienen te handelen naar redelijkheid en billijkheid waartoe behoort dat de verkoper van een goed of een dienst de koper of de afnemer inlicht over de voor hem relevante eigenschappen van het object van de overeenkomst en de koper of de afnemer ook zelf onderzoek verricht’.*<sup>5</sup>

Op basis van privaatrechtelijke normen heeft de toezichtwetgeving veel gedetailleerde gedragsregels ontwikkeld die beogen meer houvast te bieden in de praktijk.<sup>6</sup> De onvoldoende bepaaldheid van privaatrechtelijke normen was ook een van de redenen om deze normen tevens op te nemen in de regels gesteld bij of krachtens de Wft; de andere reden hiervoor was dat de effectiviteit van het privaatrecht in het beschermen van beleggers tekortschiet:

*‘In principe kan het feit dat een bepaald gedrag ook reeds op grond van het civiele recht van een financiële onderneming wordt verlangd een reden zijn om het stellen van publiekrechtelijke regels achterwege te laten. Of dit wenselijk is hangt echter af van de vraag of het civiele recht het gedrag van financiële ondernemingen voldoende (duidelijk) normeert en of de effectiviteit daarvan publiek toezicht overbodig maakt. Het regelen van aspecten van de relatie tussen cliënt en financiële onderneming biedt immers vergaande mogelijkheden om de naleving van regels af te dwingen. Bovendien biedt het publieke toezicht de mogelijkheid om financiële ondernemingen die bijvoorbeeld de informatie- en adviesverplichtingen ern-*

*stig overtreden te beboeten of zelfs de toegang tot de markt te onzeggen. Financiële ondernemingen zullen dit waarschijnlijk ervaren als een sterke prikkel tot naleving van de wettelijke verplichtingen.’*<sup>7</sup>

Het incorporeren van contractenrechtelijke zorgplichten in de toezichtwetgeving is niet alleen kenmerkend voor het Nederlandse recht. Ook in andere EU-landen, zoals bijvoorbeeld in Duitsland en Engeland, zijn privaatrechtelijke zorgplichten in een publiekrechtelijk kader geplaatst en aan toezicht onderworpen.<sup>8</sup> De publiekrechtelijke zorgplichten dienen het algemeen belang, omdat ze erop zijn gericht het adequate functioneren van de financiële markten te bewerkstelligen, en zijn daarom vervat in regels met een publiekrechtelijk karakter. Maar tegelijkertijd hebben ze als doel om de individuele belangen van beleggers te beschermen. De bescherming van beleggers in de toezichtwetgeving is niet alleen te verklaren uit het feit dat de individuele belegger een zwakkere partij is die bescherming verdient tegen malafide praktijken van financiële ondernemingen, maar ook vanuit het publieke belang dat het vertrouwen van de belegger in de financiële markten hoogstnoodzakelijk is voor het adequate functioneren ervan. Publiekrechtelijke zorgplichten beogen derhalve private belangen van de belegger, die tevens het publieke doel vormen, te waarborgen.

Hoewel de zorgplichten van financiële ondernemingen ten opzichte van beleggers voor een belangrijk deel terug te vinden zijn in het publiekrecht, zal de particuliere belegger die benadeeld wordt door schending van publiekrechtelijke regels zijn heil moeten zoeken in het privaatrecht. In de (pre)contractuele relatie tussen de financiële onderneming en haar (potentiële) cliënt bepalen de leerstukken van het contractenrecht of sprake is van schending van zorgplichten in civielrechtelijke zin en wat daarvan de gevolgen zijn.<sup>9</sup>

Schending van publiekrechtelijke voorschriften kan alleen dan ook civielrechtelijke gevolgen hebben als de wettelijke norm strekt tot bescherming van het belang van de belegger. Omdat, zoals ook al eerder opgemerkt, publiekrechtelijke zorgplichten mede strekken tot bescherming van de belegger, werken ze door in het contractenrecht. Zowel in Nederland als in andere landen, hebben publiekrechtelijke zorgplichten een aanzienlijke normerende invloed gekregen bij de privaatrechtelijke beoordeling.<sup>10</sup> Ze hebben een uitstralend effect op de open normen, zoals wanprestatie, redelijkheid en billijkheid en de zorgplicht van een goed opdrachtnemer ex artikel 7:401 BW, en daardoor spelen ze een belangrijke rol bij het invullen van tamelijk abstracte contractenrechtelijke bepalingen door specifieke plichten van financiële ondernemingen. Zo bepalen gedetailleerde informatieplichten uit de toezichtwetgeving grotendeels wat van een financiële onderneming verwacht mag worden aan precontractuele zorg jegens een

7 Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 317.

8 Zie over deze ontwikkeling in het Duitse en Engelse recht O.O. Cherednychenko, *Fundamental Rights, Contract Law and the Protection of the Weaker Party: a Comparative Analysis of the Constitutionalisation of Contract Law, with Emphasis on Risky Financial Transactions*, München: Sellier 2007, hoofdstukken 7 en 8.

9 Zie hierover ook S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, Deventer: Kluwer 2006, p. 101 ff.

10 Zie over het Nederlandse recht Van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, p. 102 ff. Voor een rechtsvergelijkende analyse van het Nederlandse, Duitse en Engelse recht, zie Cherednychenko, *Fundamental Rights, Contract Law and the Protection of the Weaker Party* 2007, hoofdstukken 7 en 8.

5 C.M. Grundmann-van de Kroll, *Koersen door het effectenrecht: beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgeverij 2004, p. 493.

6 Over de wettelijke basis van dergelijke gedragsregels is nog wel eens getwist. Recent heeft de Hoge Raad echter bevestigd dat zij een wettelijke grondslag kennen (HR 24 november 2006, LJN: AY9222).

niet-professionele belegger. Daarnaast bepalen publiekrechtelijke regels omtrent het ‘ken-uw-klant’-beginsel in belangrijke mate in hoeverre een financiële onderneming onderzoeksplicht heeft naar de gegevens over haar cliënten voorafgaand aan de dienstverlening.

Dat publiekrechtelijke zorgplichten in belangrijke mate doorwerken in het contractenrecht doet niet af aan het feit dat schending van publiekrechtelijke gedragsregels niet *eo ipso* schending van privaatrechtelijke normen tot gevolg heeft.<sup>11</sup> Zo is niet elke schending van informatieplichten door beleggingsinstellingen voldoende voor een geslaagd beroep op dwaling. Dit beroep kan bijvoorbeeld stranden op de omstandigheid dat de belegger niet gedwaald heeft over de essentiële eigenschappen van dienstverlening of het beleggingsproduct zelf. In zo’n geval zou de belegger zich kunnen beroepen op de onrechtmatige daad. Een beroep op de onrechtmatige daad zal echter ook niet slagen als bijvoorbeeld de dwalende geen schade heeft geleden of als de wederpartij wist noch behoefde te weten dat haar informatie onjuist was.

Voorts kent het contractenrecht zelfstandige normen die niet afgeleid zijn van de toezichtwetgeving.<sup>12</sup> Zo overwoog de Rechtbank Roermond dat normen met betrekking tot de zorg- en mededelingsverplichtingen niet alleen kunnen worden gevonden in bepalingen van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999 (de voorganger van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 2002), maar dat deze evenzeer voortvloeien uit het ongeschreven recht.<sup>13</sup> In concreto houdt dat bijvoorbeeld in dat een verplichting van de bank om bij haar klanten informatie in te winnen betreffende hun financiële positie, beleggingservaring en doelstellingen – zoals verwoord in artikel 28 van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999 – reeds geldt op basis van het contractenrecht. Dat veel zorgplichten van financiële ondernemingen die tevens neergelegd zijn in de toezichtwetgeving gelding hebben op basis van het ongeschreven recht, betekent dat zelfs daar waar vastgesteld wordt dat publiekrechtelijke regels strekken tot bescherming van de beleggende cliënt, deze regels gelding hebben buiten een expliciete publiekrechtelijke grondslag. Als gevolg hiervan dient de financiële onderneming enerzijds publiekrechtelijke gedragsregels in acht te nemen. Anderzijds dient ze bedacht te zijn op de contractenrechtelijke gedragsregels.

### 3. Publiekrechtelijke regels en het contractenrecht onder de ISD

Hoewel het op het eerste gezicht niet lijkt uit te maken of het gaat om schending van zelfstandige privaatrechtelijke normen of normen die afgeleid zijn van de toezichtwetgeving, kan dat anders liggen in het bijzonder gezien het karakter van de toezichtwetgeving die in Nederland tot 1 november 2007 gold. Omdat deze wetgeving was gebaseerd op de oude Europese richtlijn (ISD) die geen

volledige harmonisatie van gedragsregels tot doel had, lijkt dat onder deze wetgeving het contractenrecht over een ruime speelruimte beschikte om zelfstandige gedragsregels voor financiële ondernemingen te ontwikkelen. Het feit dat onder de ISD Nederland niet verplicht was om een maximum harmonisatie van gedragsregels te bewerkstelligen, impliceert in het nationale contractenrecht een hoger beschermingsniveau dan onder de toen geldende toezichtwetgeving kon worden vastgesteld voor niet-professionele beleggers. Zo heeft een beleggingsonderneming in het huidige contractenrecht een ruime onderzoeksplicht in alle gevallen waar het gaat om ingewikkelde, risicovolle producten en/of diensten die op een brede markt worden aangeboden.<sup>14</sup> In al deze gevallen dient de beleggingsonderneming informatie in te winnen over de draagkracht en doelstellingen van beleggers en een ‘cliëntenprofiel’ op te stellen. Volgens artikel 4:23 en 4:24 Wft (vóór de inwerkingtreding van de wijzigingen als gevolg van de implementatie van de MiFID) had de beleggingsonderneming echter zo’n uitgebreide plicht niet in alle gevallen. Als de financiële onderneming producten of diensten zonder (voorafgaande) advisering aanbood, diende ze slechts onderzoek te doen naar de kennis en ervaring van een potentiële klant zonder tevens verplicht te zijn om informatie in te winnen over zijn draagkracht en doelstellingen.

Het vorenstaande suggereert dat hoewel het contractenrecht publiekrechtelijke zorgplichten van financiële ondernemingen die zijn gebaseerd op de ISD in acht diende te nemen, het desondanks een belangrijke rol kon spelen niet alleen bij het vaststellen van civielrechtelijke gevolgen van de overtreding van publiekrechtelijke zorgplichten, maar ook bij het bepalen van de inhoud van civielrechtelijke zorgplichten.

## 4. Publiekrechtelijke gedragsregels en het contractenrecht onder de MiFID

Per 1 november 2007 is het karakter van de toezichtwetgeving in Nederland veranderd. Anders dan de oude Europese richtlijn (ISD) die een minimum harmonisatie van gedragsregels tot doel had, laat de nieuwe Europese richtlijn nauwelijks speelruimte over aan de lidstaten ten aanzien van het opstellen van gedragsregels van financiële ondernemingen en beoogt deze een volledige harmonisatie te bewerkstelligen van onder andere informatie- en onderzoeksplichten.<sup>15</sup> Het ligt voor de hand dat een ruime speelruimte van het contractenrecht bij het bepalen van de inhoud van civielrechtelijke zorgplichten een gevaar zou vormen voor het Europese harmoniseringsproject. Hetzelfde beschermingsniveau voor beleggers in alle lidstaten zou immers onmogelijk te bereiken zijn als de nationale toezichtwetgeving, waarin de MiFID geïmplementeerd wordt, en het nationale contractenrecht afwijkende

11 Vgl. Van Baalen, *Contracteren* 2006, nr. 4, p. 75; Van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, hoofdstuk 5.

12 Vgl. Van Baalen, *Contracteren* 2006, nr. 4, p. 75; Van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, p. 101.

13 Vonnis van 28 april 2004, L/JN AO8347.

14 Zie bijv. Hof Den Bosch 9 mei 2006, L/JN: AX2464.

15 De lidstaten mogen alleen in uitzonderingsgevallen naast hetgeen in de MiFID is bepaald zelf nog bepaalde eisen handhaven of opleggen (art. 4 van de Uitvoeringsrichtlijn MiFID 2006/73/EG).

of zelfs strijdige regels zouden bevatten omtrent zorgplichten. Het lijkt derhalve dat als gevolg van een maximum harmonisatie van gedragsregels in Europa de rol van het contractenrecht, in het bijzonder bij het ontwikkelen van zuiver civielrechtelijke zorgplichten van financiële ondernemingen, beperkter zal worden. De civielrechtelijke zorgplichten zullen immers inhoudelijk nauwelijks kunnen afwijken van zorgplichten vervat in de Wft, Bgfo en Nrgfo waarin de MiFID wordt geïmplementeerd. Wat dit in concreto betekent kan geïllustreerd worden aan de hand van twee voorbeelden.

Momenteel bestaat er een discrepantie tussen de zorgplichten in het Nederlandse contractenrecht en de bepalingen van de MiFID ten aanzien het 'ken-uw-klant'-beginsel. Zoals ook al eerder is opgemerkt, wordt civielrechtelijk van een beleggingsonderneming verwacht dat ze kennisneemt van de mogelijkheden en wensen van een cliënt en een 'cliëntenprofiel' opstelt in alle gevallen waarin het gaat om ingewikkelde, risicovolle producten en/of diensten die op een brede markt worden aangeboden. Deze plicht bestaat in deze gevallen ongeacht het type relatie tussen de beleggingsonderneming en haar cliënt. De onderneming kan derhalve verplicht worden geacht om de informatie over haar cliënt in te winnen niet alleen in een adviesrelatie (waarin een cliënt wordt geadviseerd over zijn beleggingen), maar ook in een *execution-only*-relatie (waarin de dienstverlening van de effecteninstelling beperkt is tot het uitvoeren van orders van cliënten en/of het ontvangen en doorgeven van deze orders).

De MiFID kiest een andere benadering. Anders dan in het Nederlandse contractenrecht, wordt aldaar aangehaakt bij het verschil tussen het aanbieden van producten en diensten met of zonder advisering. Terwijl in een adviesrelatie een beleggingsonderneming onderzoek dient te doen naar de kennis en ervaring van de cliënt of potentiële cliënt op beleggingsgebied, zijn financiële situatie en zijn beleggingsdoelstellingen (art. 19 (4) MiFID), bestaat zo'n vergaande verplichting niet in een *execution-only*-relatie. Bij het verrichten van *execution-only*-diensten die betrekking hebben op complexe financiële instrumenten, zoals derivaten (opties, futures, enz.), dient de beleggingsonderneming *slechts* informatie in te winnen over de ervaring en kennis van de cliënt of potentiële cliënt op beleggingsgebied (art. 19 (5) MiFID). Voorts hoeft de beleggingsonderneming helemaal geen informatie over haar cliënt of potentiële cliënt in te winnen wanneer de dienst betrekking heeft op niet-complexe financiële instrumenten, zoals aandelen en obligaties, en de dienst wordt verricht op initiatief van de cliënt of potentiële cliënt zelf (art. 19 (6) MiFID).

Uit het vorenstaande valt op te maken dat het beschermingsniveau van beleggers in een *execution-only*-relatie onder de MiFID lager is dan naar het huidige Nederlandse contractenrecht. Een volledige harmonisatie van gedragsregels in Europa lijkt echter met zich mee te brengen dat, anders dan onder de ISD, het in strijd zou zijn met de bepalingen van de Wft waarin de MiFID 'ken-uw-klant'-regels zijn geïmplementeerd (art. 4:23 en 4:24), indien in het privaatrecht recht wordt afgeweken van de publiekrechtelijke gedragsregels.

Een ander voorbeeld betreft een potentiële spanning tussen de Europese toezichtwetgeving en het Nederlandse contractenrecht ten aanzien van de zogenoemde 'marginverplichtingen' van beleggingsondernemingen bij transacties in derivaten. Een 'marginverplichting' houdt in dat bij het beleggen in risicovolle (ongedekte) financiële instrumenten, zoals posities in opties, waaruit verplichtingen kunnen voortkomen, een beleggingsonderneming een

'margin' (of dekking) moet aanhouden. Deze 'margin' wordt berekend volgens een betrekkelijk ingewikkelde formule die dagelijks door beleggingsondernemingen wordt berekend. Naar de huidige Nederlandse toezichtwetgeving (art. 86 lid 1 Bgfo Wft) moet een beleggingsonderneming erop toezien dat een niet-professionele belegger die posities heeft ingenomen in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortkomen, voortdurend over voldoende saldi beschikt om aan de actuele verplichtingen die uit die posities voortvloeien te voldoen. Indien de saldi onvoldoende zijn, moet de beleggingsonderneming erop toezien dat de cliënt zekerheden stelt waaruit die verplichtingen voldaan kunnen worden. Worden geen zekerheden gesteld, dan dient de beleggingsonderneming de door de cliënt ingenomen posities zo spoedig mogelijk (uiterlijk binnen vijf dagen) te sluiten, tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen. Een dergelijke verstrekkende zorgplicht die een beleggingsonderneming verplicht om zo nodig tegen de wil van de cliënt te handelen om de cliënt tegen zichzelf te beschermen, bestaat ook in het Nederlandse contractenrecht. Zo heeft de Hoge Raad in het arrest Erven Kouwenberg/Rabobank aangenomen dat, indien in het kader van de optiehandel gebruik wordt gemaakt van effectenkrediet, de bank verplicht is om de marginverplichtingen te bewaken.<sup>16</sup> Volgens de Hoge Raad rust op de bank als professionele en op het risicovolle terrein van optietransacties deskundige dienstverlener de plicht om de particuliere cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. De strekking van deze plicht dwingt ertoe aan te nemen dat een bank in beginsel in strijd met de zorgplicht handelt, indien zij haar cliënt volgt in diens uitdrukkelijke wens dat – ondanks het bestaan van margintekorten – uitvoering wordt gegeven aan opdrachten tot het verkopen (schrijven) van putopties in de hoop dat de beurs wel weer zal aantrekken en zijn verlies beperkt zal blijven.<sup>17</sup> Deze zorgplicht vloeit voort uit de eisen van redelijkheid en billijkheid, gelet op de aard van de contractuele relatie tussen een bank en haar niet-professionele cliënten.

Terwijl er in het Nederlandse recht overeenstemming is tussen de publiekrechtelijke en privaatrechtelijke pijler ten aanzien van de reikwijdte van marginverplichtingen, bestaan momenteel behoorlijke verschillen op dit punt tussen de EU-lidstaten. In het Duitse recht bijvoorbeeld gaat de bescherming van beleggers tegen risikante financiële transacties waaruit verplichtingen kunnen voortvloeien niet zo ver als in Nederland. Naar de Duitse toezichtwet (§ 31 *Wertpapierhandelsgesetz* 1994), zoals uitgelegd door de hoogste civiele rechter in Duitsland (*Bundesgerichtshof*), berust op de beleggingsonderneming geen plicht om de volledig geïnformeerde en gewaarschuwde belegger tegen zichzelf te beschermen.<sup>18</sup> Beleggingsondernemingen zijn niet verplicht om het uitvoeren van transacties in opties afhankelijk te stellen van de aanwezigheid van voldoende zekerheden.<sup>19</sup> Anders dan naar het Nederlandse recht hebben marginverplichtingen naar het Duitse recht niet tot doel om niet-professionele beleggers te beschermen.

Momenteel lijken marginverplichtingen buiten het toepassingsgebied van de MiFID te liggen. Gesteld dat de Europese wetgever

16 HR 11 juli 2003, *JOR* 2003, 199, m.nt. K. Frielink; *NJ* 2005, 103 m.nt. E.C. du Perron.

17 Dit is vaste rechtspraak. Zie ook bijv. HR 23 mei 1997, *NJ* 1998, 192 (Rabobank/Everaars); HR 26 juni 1998, *NJ* 1998, 660 (Klundert/Rabobank).

18 Zie bijv. BGH 11 november 2003, *Wertpapier-Mitteilungen* 2003, *WM* 2004, 24.

19 Vgl. bijv. BGH 8 mei 2001, *BGHZ* 147, 343.

ook de regels ten aanzien van marginverplichtingen harmoniseert en bijvoorbeeld de Duitse benadering kiest, zou een grote discrepantie ontstaan tussen het Nederlandse contractenrecht dat meer bescherming aan de belegger biedt en de Europese regelgeving die een minder paternalistische benadering volgt. Het lijkt dat in zo'n geval het niet meer mogelijk zou zijn om de vergaande zorgplichten van financiële ondernemingen ten aanzien van marginverplichtingen in stand te houden op grond van contractenrechtelijke leerstukken. Een andere oplossing zou het harmoniseringseffect van de MiFID immers behoorlijk doorkruisen en zou derhalve strijdig zijn met de Nederlandse toezichtwetgeving.

Het feit dat vergaander zorgplichten dan die onder de MiFID niet op basis van contractenrechtelijke normen kunnen worden vastgesteld, neemt echter niet weg dat contractspartijen zelf wel degelijk 'ruimere' zorgplichten kunnen blijven hanteren in de praktijk. Financiële ondernemingen zijn immers vrij om bij de totstandkoming van overeenkomsten en in die overeenkomsten zelf meer bescherming te bieden aan particuliere beleggers.

## 5. Conclusie

De hevige ontwikkeling van de publiekrechtelijke zorgplichten van financiële ondernemingen doet de vraag rijzen in hoeverre het contractenrecht alsnog een wezenlijke rol heeft bij het normeren van de totstandkoming en inhoud van financiële contracten. In het voorgaande is getracht om het antwoord op deze vraag te geven, in het bijzonder in het licht van een volledige harmonisatie van een groot aantal van de belangrijke gedragsregels van financiële ondernemingen in de EU. Anders dan de oude Europese richtlijn (ISD) die een minimum harmonisatie van gedragsregels tot doel had, laat de nieuwe Europese richtlijn (MiFID), die ook in de toezichtwetgeving is geïmplementeerd, weinig speelruimte aan de lidstaten ten aanzien van het opstellen van onder andere informatie- en onderzoeksplichten van financiële ondernemingen. Omdat de publiekrechtelijke zorgplichten vervat in de toezichtwetgeving

tot bescherming van het belang van de belegger strekken, dienen ze in acht te worden genomen in een civielrechtelijke procedure. Gezien het nieuwe karakter van publiekrechtelijke gedragsregels die vanaf 1 november 2007 de maximum harmonisatieregels zijn, wordt de rol van het contractenrecht bij het bepalen van de inhoud van civielrechtelijke zorgplichten aanzienlijk beperkter. Zo lijkt het niet meer mogelijk om in het privaatrecht het door de Wft vastgestelde beschermingsniveau te overschrijden door op grond van de leerstukken van het contractenrecht vergaander zorgplichten jegens particuliere beleggers op te leggen aan de financiële onderneming.

Dat betekent echter niet dat het contractenrecht geen belangrijke rol meer heeft op het gebied van financiële dienstverlening. Zo blijven de leerstukken van het contractenrecht doorslaggevend bij de beantwoording van de vraag of, en zo ja, welke consequenties handelen in strijd met publiekrechtelijke zorgplichten heeft in de civielrechtelijke relatie tussen de financiële onderneming en haar (potentiële) cliënt. Voorts zijn partijen vrij om bij de totstandkoming van overeenkomsten en in de overeenkomsten zelf meer bescherming aan particuliere beleggers te bieden dan de Wft. In deze opzichten is een wezenlijke rol derhalve nog steeds weggelegd voor het contractenrecht.

Het laatste, maar niet minder belangrijke punt is dat een wezenlijke rol van het contractenrecht innig verbonden lijkt te zijn met de aard van gedragsregels van financiële ondernemingen die formeel gezien tot het publiekrecht behoren. Het kan mijns inziens worden betoogd dat deze regels in feite een *gemengd* karakter hebben: aan de ene kant, bevatten ze de normen van publiekrechtelijke aard die het algemeen belang dienen en daarom worden ze gehandhaafd door toezichthouders; aan de andere kant, als regels die zelf zijn afgeleid van het privaatrecht, beogen ze tevens private belangen van beleggers te waarborgen en vullen ze de inhoud van de privaatrechtelijke leerstukken nader in.<sup>20</sup> De privaatrechtelijke component ligt derhalve besloten in de gedragsregels zoals neergelegd in de toezichtwetgeving. Daarom blijft het contractenrecht indirect een belangrijke rol spelen bij het normeren van de totstandkoming en inhoud van financiële contracten.

<sup>20</sup> Zie hierover Cherednychenko, *Fundamental Rights, Contract Law and the Protection of the Weaker Party* 2007, p. 569.